

MONETARY POLICY REPORT

UPDATE

– January 2005 –

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's updated outlook based on information received up to 25 January 2005.

The adjustment of the Canadian economy to major global developments continues to shape the economic outlook. These developments include solid world economic growth; a realignment of world currencies, including the Canadian dollar; movements in the prices of crude oil and non-energy commodities; and the growing global presence of China and India. Canadian monetary policy facilitates the adjustment process by aiming to keep inflation at its 2 per cent target and the economy operating near its production capacity.

The near-term outlook for the global economy is a touch weaker than projected in the October *Monetary Policy Report*, but there is now greater confidence in the momentum of the U.S. economy in 2005.

The Canadian economy is expected to have been marginally weaker in the fourth quarter of 2004 than projected in the last *Report*, owing partly to a somewhat more pronounced adjustment to the past appreciation of the Canadian dollar. As well, since October, the dollar has traded in a higher range than it had prior to the October *Report*.

Largely reflecting the dampening effects on aggregate demand of the recent appreciation of the Canadian dollar, the economy is expected to operate a little further below its full production capacity in 2005 than was anticipated at the time of the last

Report. For 2006, growth is projected to pick up to slightly more than 3 per cent, consistent with returning the economy to its production capacity in the second half of the year, and returning core inflation to the 2 per cent target around the end of 2006.

In line with this revised outlook, the pace of reduction in monetary stimulus is likely to be slower than envisioned in the

Highlights

- The economy is expected to operate a little further below its production capacity in 2005 than was anticipated at the time of the October *Monetary Policy Report*.
- The pace of reduction in monetary stimulus is likely to be slower than envisioned in the October *Report*.
- Growth is expected to pick up to slightly more than 3 per cent in 2006.
- With the economy moving back to its production capacity in the second half of 2006, core inflation should return to the 2 per cent target around the end of 2006.
- There are both upside and downside risks around the outlook, which continue to relate to the adjustment to global developments.



October Report. Against this background, the Bank left its target for the overnight rate unchanged in December and January (Chart 1).

This outlook is subject to both upside and downside risks and to uncertainties. While the near-term risks surrounding the global economic outlook have lessened, there are still significant medium-term risks related to the evolution of oil prices, the pace of expansion in China, the way in which current account balances in the United States and East Asia will be resolved, and geopolitical developments.

Uncertainties with respect to the Canadian outlook continue to relate to the ongoing adjustments to changes in the global economy, including changes in the exchange rate. Understanding the reasons behind exchange rate movements is crucial, because they may have different implications for aggregate demand and thus for monetary policy (Box p. 3).

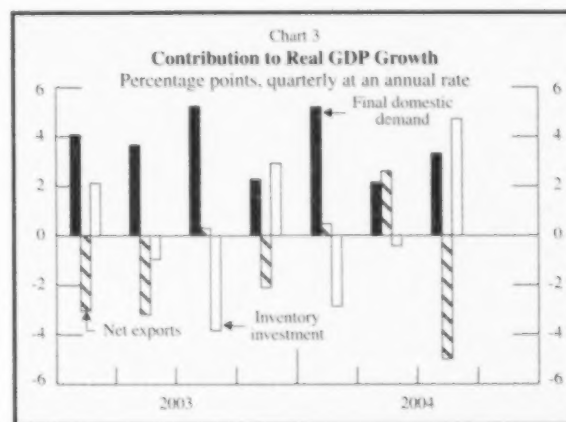
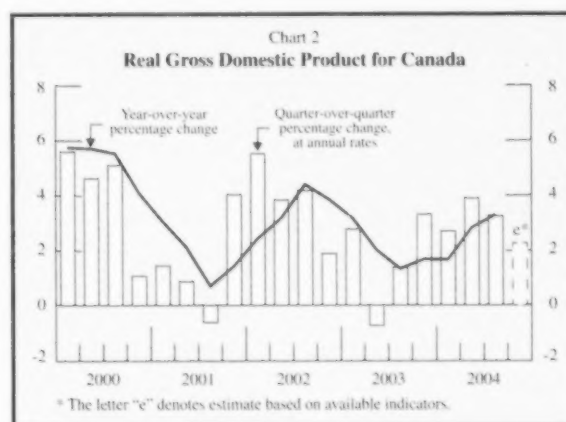
Recent Economic Developments

Canada's real GDP advanced at an annual rate of 3.2 per cent in the third quarter of 2004 (Chart 2), supported by a rise in final domestic demand (Chart 3). Exports, however, were considerably weaker than expected, contributing to a larger-than-anticipated buildup of inventories. Economic growth is

expected to have slowed to about 2 1/4 per cent in the fourth quarter of 2004 as firms began to correct this buildup.

Growth for the second half of 2004 is thus estimated to have been around 2 3/4 per cent—slightly lower than projected in the October Report. This is also marginally below the Bank's estimate of growth in the economy's production potential.

Although considerable uncertainty is associated with any estimate of the output gap, the Bank judges that the economy is operating slightly below its capacity limits, consistent with its conventional measure of the output gap (Chart 4). This judgment is also broadly consistent with the response of firms to the question on capacity pressures in the Bank's latest *Business Outlook Survey*. Some indicators, however, point to more slack.



Monetary Policy and Exchange Rate Movements

Over the past two years, the Canadian dollar has appreciated by about 25 per cent relative to the U.S. dollar, from an average of 65 cents U.S. in January 2003 to an average of 82 cents U.S. in January 2005.

Understanding the causes of exchange rate movements is important because the implications for the Canadian economy of a change in the exchange rate depend crucially on the cause of the change, and may therefore require a different monetary policy response. From the standpoint of monetary policy, these causes can be divided into two broad types: those that stem from changes in the demand for Canadian goods and services, and those that do not. Developments over the past two years provide a useful illustration of these two types of forces.

The first type relates to the strengthening global economic recovery, which led to a substantial increase in world commodity prices and to strong foreign demand for Canadian products, especially raw materials. This development represented a direct increase in Canadian aggregate demand. The associated appreciation of the Canadian dollar dampened the increase in aggregate demand and helped to facilitate the adjustment of the Canadian economy by encouraging a shift in activity towards Canada's commodity-exporting sector. To the extent that the dampening effect on aggregate demand exactly offsets the direct increase in demand, there would be no need for a policy response.

The second type, independent of the demand for Canadian goods and services, relates to the general weakening of the U.S. dollar against most major floating currencies. This reflects growing concerns about a shortage of savings in the United States, partly related to the expanding U.S. fiscal deficit, and a surplus of savings elsewhere, mainly in Asia. The associated appreciation of the Canadian dollar works to reduce foreign demand for Canadian products. All other things being equal, this would require monetary policy to be more stimulative than it otherwise would have been.

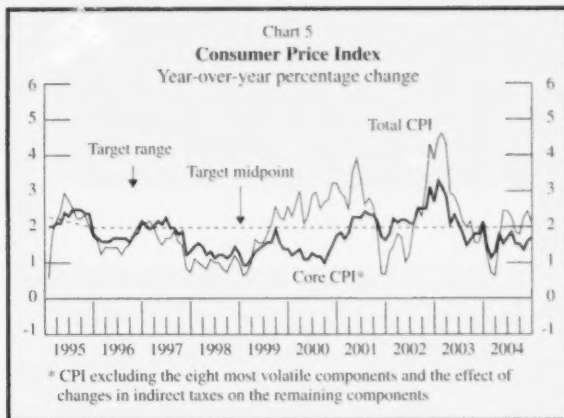
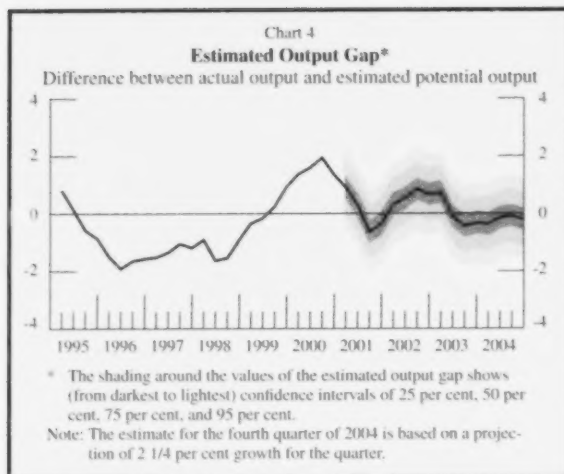
Over the past two years, an important challenge for Canadian monetary policy has been to determine the relative importance of these two main forces on the Canadian dollar and the net impact on Canadian aggregate demand. For the early part of this period, both forces were at play, although the stronger world demand and rising commodity prices appeared to be producing most of the dollar's momentum. In the past few months, however, the weakening U.S. dollar appears to have become the relatively more important factor, especially against a background of broadly stable commodity prices.

Two Factors Acting on the Canadian Dollar
Quarterly average



* An increase represents a depreciation of the U.S. dollar against a trade-weighted average of the euro, the yen, the U.K. pound, and the Swiss franc.

Note: The letter "a" denotes average of daily rates up to 24 January 2005. The letter "e" denotes estimate based on available indicators.



For instance, wage increases have remained quite moderate and, on average, core inflation has been below the 2 per cent midpoint of the target range since mid-2003. In contrast, other indicators, such as capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector, suggest greater pressure on capacity.

Core inflation remained near 1.5 per cent between August and December (Chart 5). Modest excess supply in the Canadian economy through most of 2003 and in early 2004 contributed to keeping the core rate of inflation slightly below longer-run expectations. Falling prices for many import-intensive goods, partly associated with the appreciation of the Canadian dollar, also continued to put downward pressure on core inflation in the second half of 2004.

At the same time, the 12-month rate of increase in the total CPI averaged slightly more than 2 per cent, chiefly reflecting substantial increases in the consumer prices of gasoline and fuel oil from their levels a year earlier.

Adjusting to Global Change

In the first half of 2004, the global economic upswing contributed to a surprisingly strong recovery in Canadian exports. As a result, despite the earlier appreciation of the Canadian dollar, output rose sharply between December 2003 and August 2004 in a number of industries highly exposed to international trade.

Canadian exports fell back in the third quarter of 2004, and output in sectors highly exposed to international competition decreased somewhat in September and October. The further increase in the Canadian dollar since mid-2004 and some moderation in the growth of global demand will likely weigh more heavily on these industries through 2005.

There are clearer indications of adjustment by Canadian firms to the past and recent appreciation of the dollar. The Bank's latest *Business Outlook Survey*, conducted between mid-November and mid-December, showed a clear distinction between firms that have been adversely affected by the appreciation of the Canadian dollar and those that have not. While the latter have become more optimistic about future sales prospects, the former—mostly manufacturers, exporters, and their suppliers—have become noticeably pessimistic.

The *Survey* indicates that many firms are taking measures to improve productivity and reduce costs, not only in response to the dollar's appreciation, but also because of increased competition from Asian suppliers. A growing number of firms have chosen to cut costs by increasing their imports of inputs and finished goods from Asia. Some firms are adjusting to the appreciation by moving away from

low-profit products and markets towards those yielding higher returns. Still others are planning to increase their investment in machinery and equipment. In contrast to previous surveys, these now include firms that report having been adversely affected by the appreciation of the Canadian dollar.

Economic Prospects

World oil prices have eased since late October. Current oil futures contracts suggest that the West Texas Intermediate (WTI) oil price will average around US\$47 per barrel in the first half of 2005, before easing to about US\$42 per barrel by the second half of 2006 (see Table 2). This scenario for oil prices is somewhat lower than that used in the last *Report* and provides a more solid base for prospective growth in the global economy.

The appreciation of the euro and the yen vis-à-vis the U.S. dollar will direct demand away from Japan and the euro area towards China and the United States. U.S. economic growth will be underpinned by robust business expenditures and sustained consumer spending supported by employment gains. The U.S. economy is thus expected to grow by just under 4 per cent in 2005 and 2006.

In Canada, further strong growth of final domestic demand is expected to contribute importantly to economic growth this year and next (Table 1). Business investment is expected to increase substantially as a result of continued global economic expansion and the associated high level of commodity prices, favourable financial conditions, and ongoing reductions in the prices of imported machinery and equipment. Further gains in real incomes should contribute to solid growth in consumer spending. However, given rapid increases in recent years, housing investment is not expected to contribute further to growth in domestic demand.

This outlook assumes that spending by all levels of government will increase broadly in line with revenues, as governments continue to strive to maintain fiscal balance.

While ongoing growth abroad implies further gains in demand for Canadian exports, these gains are expected to be more than offset by faster growth in imports. The past and recent appreciation of the Canadian dollar is expected to dampen export growth and to boost imports over the projection period. However, the contribution of net exports to GDP growth continues to be highly uncertain. Analyzing the evolution of Canada's international trade volumes in terms of the underlying fundamentals has been

Table 1
Contributions to Annual Real GDP Growth¹
Percentage points

	2004	2005	2006
Consumption	1.9 (1.8)	2.0 (1.7)	1.9 (1.7)
Housing	0.4 (0.4)	0 (0)	0 (0)
Government	0.6 (0.6)	0.8 (0.7)	0.8 (0.8)
Business fixed investment	0.5 (0.6)	0.8 (0.8)	0.9 (0.9)
Subtotal: Final domestic demand	3.4 (3.4)	3.6 (3.2)	3.6 (3.4)
Exports	1.9 (3.0)	1.7 (2.0)	1.8 (1.7)
Imports	-2.4 (-2.8)	-2.5 (-2.5)	-2.1 (-1.9)
Subtotal: Net exports	-0.5 (0.2)	-0.8 (-0.5)	-0.3 (-0.2)
Inventories	-0.2 (-0.7)	0 (0.2)	0 (0)
GDP	2.7 (2.9)	2.8 (2.9)	3.3 (3.2)

1. Figures in parentheses are estimates used for the scenario in the October *Report*.

particularly difficult over the past two years, owing to the volatility of trade data, their susceptibility to revisions, and some puzzling developments in the context of major structural changes in the global economy.¹

The high level of oil prices assumed in the *October Report* was expected to have a small negative effect on Canadian aggregate demand in 2005, before the positive impact on capital spending and output by energy-producing companies became evident in 2006. With the lower oil-price scenario assumed in this *Update*, the adverse short-term effects on growth coming from the rise in oil and gas prices since late 2003 should be somewhat more muted.

The Bank's base-case projection calls for aggregate demand for Canadian goods and services to increase, on average over the projection period, just slightly faster than the 3 per cent estimated growth rate of potential output. Given the effects of the past and recent appreciation of the Canadian dollar, the Bank projects real GDP growth to average a little less than 3 per cent in 2005 and a little more than 3 per cent in 2006, with a somewhat larger drag from net exports than projected in the *October Report*, but stronger growth in domestic demand (Table 1). This growth scenario implies some increase in excess supply in 2005 and a return to production potential in the second half of 2006.

The Outlook for Inflation

The core rate of inflation is projected to average just above 1.5 per cent in the first half of 2005, before gradually rising to the 2 per cent target around the end of 2006 (Table 2).

1. *Monetary Policy Report*, October 2004, Box 3, p. 27

The projected slack in product and labour markets is expected to keep core inflation below longer-run expectations through 2005 and most of 2006. With the economy expected to move back to its production potential in the second half of 2006 and with inflation expectations remaining well anchored, the core rate should rise gradually to 2 per cent over the projection period. The past and recent appreciation of the Canadian dollar is also expected to exert a small amount of downward pressure on the core rate during this period.

The outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI will continue to be importantly affected by developments in the market for crude oil. Based on the scenario embodied in oil price futures, total CPI inflation is expected to remain just above 2 per cent in the first half of 2005 and then to fall considerably in the second half of the year before rising towards the core rate of inflation through 2006.

Table 2
Projection for Core and Total CPI Inflation
Year-over-year percentage change*

	2005			2006	
	Q1	Q2	H2	H1	H2
Core inflation	1.7 (1.7)	1.6 (1.8)	1.7 (1.9)	1.8 (2.0)	1.9 (2.0)
Total CPI	2.4 (3.1)	2.0 (3.0)	1.5 (1.9)	1.7 (1.5)	1.8 (1.7)
WTI** (level)	47 (53)	47 (51)	45 (48)	43 (45)	42 (43)

* Figures in parentheses are from the *October Monetary Policy Report*.

** Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 21 January 2005

Copies of the *Monetary Policy Report* and the *Update* can be obtained by contacting the Bank at:

Telephone: (613) 782-8248; email: publications@bankofcanada.ca
Website: <http://www.bankofcanada.ca>

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

MISE À JOUR

– janvier 2005 –

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 25 janvier 2005.

Les perspectives de l'économie canadienne continuent d'être façonnées par l'ajustement de cette dernière aux principaux changements en cours sur la scène mondiale, notamment la solide croissance de l'activité à l'échelle internationale, le réaligement des devises, y compris le dollar canadien; les variations des cours du pétrole brut et des produits de base non énergétiques ainsi que la montée en puissance de la Chine et de l'Inde. La politique monétaire menée au Canada facilite ce processus d'adaptation en visant à maintenir l'inflation au taux cible de 2 % et à faire tourner l'économie près des limites de sa capacité.

Les perspectives à court terme de l'économie mondiale se sont un peu tassées par rapport à ce que la Banque entrevoyait dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*; en revanche, on note maintenant un regain de confiance dans la vigueur de l'économie américaine en 2005.

Au Canada, l'expansion devrait avoir été un peu moins rapide au quatrième trimestre de 2004 qu'on ne s'y attendait en octobre, en partie parce que l'ajustement à l'appréciation passée du dollar canadien a été légèrement plus marqué que prévu. En outre, depuis la parution du dernier *Rapport*, notre

monnaie s'est échangée à l'intérieur d'une fourchette supérieure à celle observée auparavant.

Faits saillants

- La Banque estime que l'économie canadienne fonctionnera en 2005 un peu plus en deçà de son potentiel qu'elle ne l'entrevoyait au moment de la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*.
- L'atténuation du degré de détente monétaire au cours de la période de projection se fera vraisemblablement à un rythme plus lent qu'on ne l'envisageait en octobre dernier.
- La Banque s'attend à ce que l'expansion s'accélère et dépasse légèrement 3 % en 2006.
- Comme l'économie devrait tourner de nouveau à plein régime au second semestre de 2006, on prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence rejoindra la cible de 2 % vers la fin de 2006.
- Ces prévisions sont entachées de risques, aussi bien à la hausse qu'à la baisse, qui restent liés à l'ajustement de notre économie à l'évolution mondiale.

Compte tenu en grande partie de l'effet modérateur de cette récente appréciation du dollar sur la demande globale, la Banque estime que l'économie canadienne fonctionnera en 2005 un peu plus en deçà de son potentiel qu'elle ne l'entrevoyait en octobre. Pour 2006, la Banque s'attend à ce que l'expansion s'accélère et dépasse légèrement 3 %, ce qui permettra à l'économie de tourner de nouveau à plein régime au second semestre de l'année et à l'inflation mesurée par l'indice de référence de rejoindre la cible de 2 % vers la fin de l'an prochain.

À la lumière de ce nouveau scénario, l'atténuation du degré de détente monétaire au cours de la période de projection se fera vraisemblablement à un rythme plus lent qu'on ne l'envisageait en octobre dernier. Dans ce contexte, la Banque a décidé de laisser inchangé le taux cible du financement à un jour en décembre et en janvier (Graphique 1).

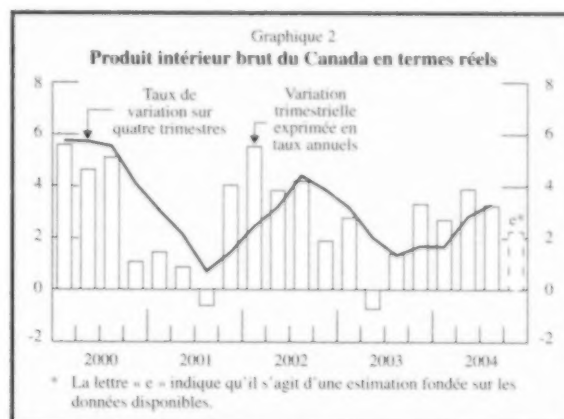
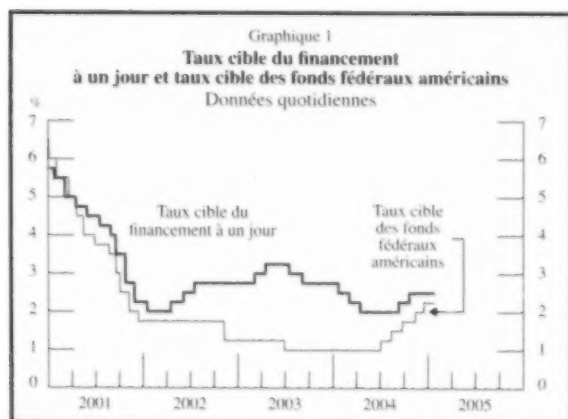
Ces prévisions sont entachées de risques, aussi bien à la hausse qu'à la baisse, et d'incertitudes. Si les risques à court terme planant sur les perspectives économiques à l'échelle du globe se sont atténués, il subsiste des risques à moyen terme appréciables liés à l'évolution des prix du pétrole, au rythme de l'expansion en Chine, à la façon dont les déséquilibres des paiements courants seront corrigés aux États-Unis et en Asie de l'Est, et au climat géopolitique.

Les incertitudes entourant les perspectives de l'économie canadienne demeurent associées aux ajustements qui s'opèrent en raison de changements à l'échelle mondiale, dont les variations du taux de change. Il est capital d'établir les causes de ces variations, car, selon leur nature, elles peuvent avoir des implications différentes pour la demande globale et, par conséquent, pour la politique monétaire (voir l'encadré de la page 3).

L'évolution économique récente

Le PIB réel du Canada a progressé à un rythme annuel de 3,2 % au troisième trimestre de 2004 (Graphique 2), sous l'impulsion d'une hausse de la demande intérieure finale (Graphique 3). Les exportations, cependant, ont été beaucoup plus faibles qu'on ne l'avait escompté, ce qui a contribué à une accumulation des stocks plus importante que prévu. L'expansion économique devrait s'être ralentie aux alentours de 2 1/4 % au quatrième trimestre de 2004, les entreprises ayant commencé à corriger cette accumulation.

On estime donc que la croissance au second semestre de 2004 avoisinait 2 3/4 %, soit un niveau un peu moindre que celui projeté dans le *Rapport* d'octobre. Ce taux est aussi légèrement inférieur à l'évaluation que fait la Banque du rythme de progression de la production potentielle.



La politique monétaire et les variations du taux de change

Au cours des deux dernières années, le dollar canadien s'est apprécié d'environ 25 % par rapport au dollar É.-U., passant d'une moyenne de 65 cents É.-U. en janvier 2003 à une moyenne de 82 cents É.-U. en janvier 2005.

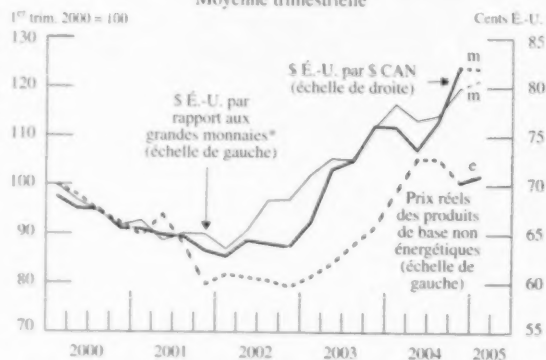
Il est important de comprendre les causes des fluctuations du cours de la monnaie, car les implications de telles fluctuations pour l'économie de notre pays dépendent essentiellement de leur origine; par conséquent, la politique monétaire peut devoir réagir aux mouvements du taux de change de façon différente selon leur cause. Pour les autorités monétaires, ces causes se répartissent en deux catégories : celles qui découlent d'une variation de la demande de biens et de services canadiens et celles qui n'en découlent pas. Les événements survenus au cours des deux dernières années illustrent bien ces deux catégories de forces.

Au titre de la première catégorie, mentionnons l'intensification de la reprise économique mondiale, qui a provoqué un renchérissement substantiel des produits de base et une forte demande étrangère de produits canadiens, en particulier de matières premières, faisant directement augmenter la demande globale au Canada. L'appréciation connexe du dollar canadien a atténué cet accroissement de la demande globale et facilité l'ajustement de notre économie en encourageant un déplacement de l'activité vers le secteur de l'exportation de produits de base. Si cet effet modérateur sur la demande globale devait contrebalancer entièrement la hausse directe de la demande, la politique monétaire n'aurait pas à réagir.

La deuxième catégorie de forces, qui n'est aucunement liée à la demande de biens et de services canadiens, concerne l'affaiblissement généralisé du dollar É.-U. par rapport à la plupart des grandes monnaies flottantes. Cet affaiblissement s'explique par une pénurie d'épargne aux États-Unis — due en partie au déficit budgétaire croissant du pays — et par une épargne excédentaire ailleurs dans le monde, principalement en Asie. L'appréciation connexe du dollar canadien contribue à réduire la demande étrangère de produits canadiens. Toutes choses égales par ailleurs, la politique monétaire doit alors adopter une orientation plus expansionniste qu'il n'aurait fallu autrement.

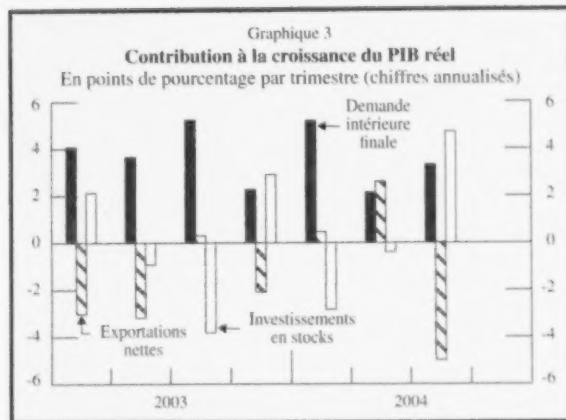
L'une des difficultés importantes auxquelles les autorités monétaires du Canada ont dû faire face au cours des deux dernières années a été de déterminer l'influence relative de ces deux grandes forces sur le dollar canadien et leur incidence nette sur la demande globale au pays. Au début de la période, les deux forces étaient à l'œuvre, mais le raffermissement de la demande mondiale et le renchérissement des produits de base paraissaient donner au dollar l'essentiel de sa vigueur. Ces derniers mois, cependant, la dépréciation du billet vert semble être devenu le facteur prédominant, en particulier dans le contexte d'une stabilité générale des prix des produits de base.

Deux facteurs influant sur le dollar canadien
Moyenne trimestrielle

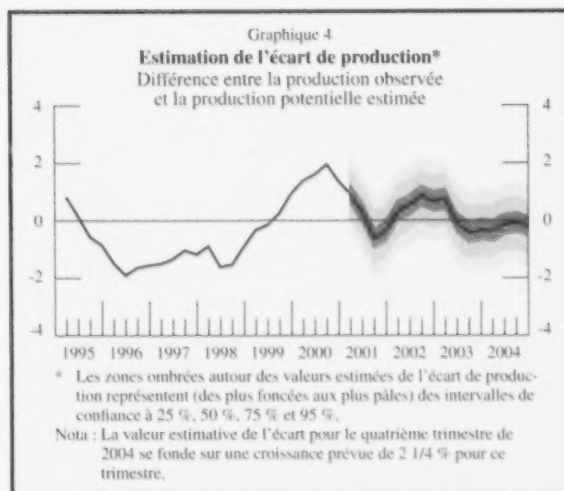


* Une hausse traduit une dépréciation du dollar É.-U. par rapport à une moyenne pondérée de l'euro, du yen, de la livre sterling et du franc suisse.

Nota : La lettre « m » indique qu'il s'agit de la moyenne des taux quotidiens jusqu'au 24 janvier 2005. La lettre « e » indique qu'il s'agit d'une estimation fondée sur les données disponibles.



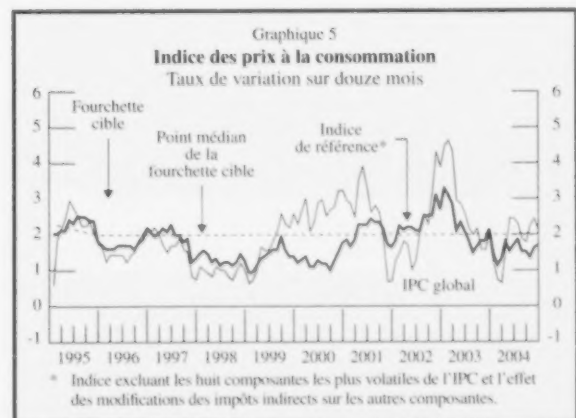
Bien que les estimations de l'écart de production soient toutes empreintes d'une grande incertitude, la Banque juge néanmoins que l'économie fonctionne quelque peu en deçà des limites de sa capacité, ce qui concorde avec la mesure économétrique de l'écart de production qu'elle utilise habituellement (Graphique 4). En outre, cette évaluation cadre globalement avec les réponses données par les firmes à la question concernant les pressions sur la capacité, lors de la plus récente *Enquête sur les perspectives des entreprises* menée par la Banque. Certains indicateurs laissent toutefois entrevoir une marge de capacités



excédentaires plus appréciable. Par exemple, les augmentations salariales sont restées très modérées et l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est située en moyenne sous le point médian de 2 % de la fourchette cible depuis le milieu de 2003. À l'inverse, d'autres indicateurs, tels que l'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles, semblent révéler l'existence de pressions plus grandes sur la capacité.

L'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée près de 1,5 % entre août et décembre (Graphique 5). La présence de capacités excédentaires modestes au sein de l'économie canadienne pendant la majeure partie de 2003 et les premiers mois de 2004 a contribué à maintenir l'inflation mesurée par l'indice de référence en deçà du taux attendu à long terme. Le fléchissement des prix d'un bon nombre de biens à forte teneur en importations, attribuable en partie à l'appréciation du dollar canadien, a aussi continué de tirer vers le bas l'inflation mesurée par l'indice de référence au second semestre de 2004.

Parallèlement, la progression sur 12 mois de l'IPC global s'est établie à un peu plus de 2 % en moyenne, sous l'effet surtout d'une importante majoration des prix de détail de l'essence et du mazout par rapport aux niveaux où ils se situaient un an auparavant.



L'ajustement à l'évolution mondiale

Au premier semestre de 2004, l'expansion de l'économie mondiale a été à l'origine d'une relance étonnamment vigoureuse des exportations canadiennes. Résultat, malgré l'appréciation antérieure du dollar canadien, la production a augmenté considérablement de décembre 2003 à août 2004 dans un certain nombre de secteurs très ouverts au commerce international.

Le volume des exportations canadiennes a diminué au troisième trimestre de 2004, et la production dans les secteurs fortement exposés à la concurrence internationale a quelque peu baissé en septembre et en octobre. La nouvelle appréciation qu'a enregistrée le dollar canadien depuis le milieu de 2004 et le léger tassement de la croissance de la demande mondiale pèseront sans doute plus lourdement sur ces secteurs en 2005.

De nouveaux signes témoignent plus clairement d'un ajustement des sociétés canadiennes à l'appréciation passée et récente du dollar. Selon la dernière *Enquête sur les perspectives des entreprises*, menée par la Banque de la mi-novembre à la mi-décembre, la distinction entre les firmes défavorisées par cette appréciation et celles qui ne le sont pas est marquée. Alors que ces dernières affichent maintenant un plus grand optimisme quant à l'évolution des ventes, les premières — essentiellement des fabricants, des exportateurs et leurs fournisseurs — sont devenues nettement pessimistes.

Les résultats de cette enquête indiquent que beaucoup d'entreprises s'efforcent d'améliorer leur productivité et d'abaisser leurs coûts, en réaction non seulement à l'appréciation du dollar canadien, mais aussi à la concurrence accrue livrée par des fournisseurs asiatiques. Un nombre croissant choisissent de comprimer leurs coûts en augmentant leurs importations d'intrants et de produits finis d'Asie. Quelques-unes s'ajustent à l'appréciation en délaissant les produits

et marchés peu rentables pour se tourner vers ceux offrant de meilleures perspectives de profits. D'autres encore projettent d'accroître leurs investissements en machines et matériel. Contrairement à ce qui a été observé lors des enquêtes précédentes, ces dernières comprennent maintenant des firmes qui déclarent avoir été défavorisées par l'appréciation du dollar canadien.

Les perspectives économiques

Les cours mondiaux du pétrole ont baissé depuis la fin d'octobre. Le niveau actuel des cours à terme du pétrole donne à penser que le prix du baril de West Texas Intermediate (WTI) se situera en moyenne aux alentours de 47 dollars É.-U. au premier semestre de 2005, avant de redescendre à environ 42 dollars É.-U. dans la deuxième moitié de 2006 (Tableau 2). Ce scénario constitue une certaine révision à la baisse comparativement à celui envisagé dans le *Rapport* d'octobre, ce qui fait en sorte que les perspectives de croissance de l'économie mondiale reposent sur des bases un peu plus prometteuses.

L'appréciation de l'euro et du yen par rapport au dollar É.-U. entraînera un déplacement de la demande du Japon et de la zone euro vers la Chine ainsi que vers les États-Unis. Dans ce pays, le dynamisme des investissements des entreprises et la vigueur continue des dépenses de consommation, appuyées par les gains réalisés au chapitre de l'emploi, alimenteront l'expansion économique, qui devrait, par conséquent, s'établir juste au-dessous de 4 % en 2005 et 2006.

Au Canada, on s'attend à ce que la poursuite de la forte croissance de la demande intérieure finale contribue de façon importante à une expansion de l'économie cette année et l'an prochain (Tableau 1). Les investissements des entreprises devraient augmenter sensiblement sous l'effet de la vigueur soutenue de l'expansion économique à l'échelle mondiale, du maintien concomitant des cours des

produits de base à de hauts niveaux, des conditions financières favorables ainsi que des réductions en cours des prix des machines et du matériel importés. On pense que de nouveaux gains au chapitre des revenus réels alimenteront une solide hausse des dépenses de consommation. Les investissements dans le logement ne devraient toutefois pas contribuer davantage à l'avance de la demande intérieure, compte tenu de la forte progression qu'ils ont affichée au cours des dernières années.

Ce scénario suppose que les dépenses de tous les ordres de gouvernement augmenteront à peu près au même rythme que les recettes, les administrations publiques s'efforçant toujours de maintenir l'équilibre budgétaire.

L'expansion continue à l'étranger se traduira vraisemblablement par une hausse de la demande d'exportations canadiennes, mais celle-ci devrait être plus que contrebalancée par un essor des importations. On estime que l'appréciation passée et récente du dollar canadien limitera la croissance des exportations et stimulera les importations à l'horizon considéré. Cependant, une grande incertitude continue de planer sur les projections quant à la contribution des exportations nettes à l'expansion du PIB. L'analyse des facteurs fondamentaux déterminant l'évolution du volume des échanges extérieurs du Canada s'est révélée particulièrement difficile au cours des deux dernières années, en raison de la volatilité des données sur le commerce, des révisions auxquelles celles-ci sont sujettes et de l'évolution inusitée de ces échanges dans un contexte de changements structurels majeurs au sein de l'économie mondiale¹.

La Banque estimait que le niveau élevé des cours du pétrole pris pour hypothèse dans sa livraison d'octobre du *Rapport* aurait de faibles répercussions négatives sur la demande globale au Canada en 2005, avant que son effet

incitatif sur les dépenses d'investissement et la production des entreprises productrices d'énergie ne se manifeste en 2006. Comme les hypothèses relatives à ces cours sont révisées à la baisse dans la présente *Mise à jour*, l'effet modérateur à court terme sur la croissance provenant du renchérissement du pétrole et du gaz naturel depuis la fin de 2003 devrait être relativement plus limité.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que la demande globale de biens et de services canadiens augmentera en moyenne, à l'horizon projeté, un tout petit peu plus rapidement que la production potentielle, dont le taux de croissance est évalué à 3 %. Compte tenu des répercussions de l'appréciation passée et récente du dollar canadien, la Banque

Tableau 1
Contributions à la croissance annuelle du PIB réel¹
En points de pourcentage

	2004	2005	2006
Consommation	1,9 (1,8)	2,0 (1,7)	1,9 (1,7)
Logement	0,4 (0,4)	0 (0)	0 (0)
Administrations publiques	0,6 (0,6)	0,8 (0,7)	0,8 (0,8)
Investissements fixes des entreprises	0,5 (0,6)	0,8 (0,8)	0,9 (0,9)
Total partiel : demande intérieure finale	3,4 (3,4)	3,6 (3,2)	3,6 (3,4)
Exportations	1,9 (3,0)	1,7 (2,0)	1,8 (1,7)
Importations	-2,4 (-2,8)	-2,5 (-2,5)	-2,1 (-1,9)
Total partiel : exportations nettes	-0,5 (0,2)	-0,8 (-0,5)	-0,3 (-0,2)
Stocks	-0,2 (-0,7)	0 (0,2)	0 (0)
PIB	2,7 (2,9)	2,8 (2,9)	3,3 (3,2)

1. *Rapport sur la politique monétaire*, octobre 2004, Note technique 3, page 28.

1. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux estimations utilisées dans le scénario du *Rapport* d'octobre.

estime que l'expansion du PIB réel sera en moyenne légèrement inférieure à 3 % en 2005 et quelque peu supérieure à ce taux en 2006, avec une contraction des exportations nettes légèrement plus prononcée que projeté au moment du *Rapport* d'octobre, et une progression de la demande intérieure plus soutenue (Tableau 1). Ce scénario de croissance suppose une augmentation de l'offre excédentaire en 2005 et un retour de la production à son plein potentiel au second semestre de 2006.

Les perspectives en matière d'inflation

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se situer en moyenne juste au-dessus de 1,5 % au premier semestre de 2005, puis remonter progressivement à la cible de 2 % vers la fin de 2006 (Tableau 2).

Les prévisions relatives aux capacités de production excédentaires et aux ressources inutilisées sur le marché du travail donnent à penser que l'inflation mesurée par l'indice de référence restera en deçà du taux attendu à long terme tout au long de 2005 et pendant la majeure partie de 2006. Comme l'économie devrait revenir à son plein potentiel au second semestre de l'an prochain et que les attentes d'inflation demeurent bien ancrées, la Banque estime que l'inflation mesurée par l'indice de référence augmentera progressivement pour atteindre 2 % à l'horizon projeté. Elle s'attend aussi à ce que l'appréciation passée et récente du

dollar canadien fasse légèrement pression à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence pendant cette période.

Les perspectives concernant le taux d'accroissement sur 12 mois de l'IPC global seront influencées encore dans une large mesure par le comportement des cours du pétrole brut. Selon les prévisions implicites dérivées des cours à terme du pétrole, le rythme d'augmentation de l'IPC global devrait demeurer un peu au-dessus de 2 % au premier semestre de 2005, puis chuter au second semestre avant de remonter vers celui de l'indice de référence en 2006.

Tableau 2
Projections concernant l'inflation mesurée par
l'indice de référence et l'IPC global
Taux de variation sur quatre trimestres*

	2005			2006	
	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	2 ^e sem.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.
Indice de référence	1,7 (1,7)	1,6 (1,8)	1,7 (1,9)	1,8 (2,0)	1,9 (2,0)
IPC global	2,4 (3,1)	2,0 (3,0)	1,5 (1,9)	1,7 (1,5)	1,8 (1,7)
WTI** (niveau)	47 (53)	47 (51)	45 (48)	43 (45)	42 (43)

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés du *Rapport sur la politique monétaire* paru en octobre.

** Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en \$ É.-U. le baril) fondée sur la moyenne des cours à terme pendant la période de deux semaines se terminant le 21 janvier 2005.

Pour recevoir des exemplaires du *Rapport sur la politique monétaire* ou des *Mises à jour*, veuillez communiquer avec nous :

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca
Site Web : <http://www.banqueducanada.ca>

